

## Stillstand am mediterranen Immobilienmarkt

### Kurz & klar

- Die Corona-Krise schürt die Unsicherheit über Risiken von Immobilieninvestitionen.
- Während Immobilien für institutionelle Investoren – aufgrund des Niedrigzinsniveaus – grundsätzlich alternativlos bleiben, zeigt sich eine Fokussierung auf Core-Objekte in den europäischen Metropolen.
- An den südeuropäischen Immobilienmärkten in Italien und Spanien führt der enorme konjunkturelle Einbruch und langjährige strukturelle Probleme zu einer ausgeprägten Phase der Stagnation.

- Corona trifft südeuropäische Wirtschaften bis ins Mark

Die Corona-Krise hat die Weltwirtschaft in eine schwere Rezession gestürzt. Im Jahr 2020 schrumpfte die globale Ökonomie um historische 3,4%. Besonders der Euro-Raum zeichnete sich mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 6,6% deutlich stärker von Corona gezeichnet als beispielsweise China oder die USA. Dabei sahen sich besonders die südeuropäischen Länder Spanien und Italien mit einem beispiellosen konjunkturellen Schock konfrontiert. So brach in Spanien das Bruttoinlandsprodukt 2020 um 11% ein, während Italien einen Rückgang um 8,9% zu verkraften hatte. Ein Grund für den starken Einbruch der südeuropäischen Wirtschaften liegt in der hohen Bedeutung des Tourismus. Während die Industrie in vielen europäischen Ländern überwiegend störungsfrei produziert, erfährt der Tourismus durch die Corona-Krise enorme Umsatzeinbußen. Dies gilt besonders für die beliebten Reisedestinationen Spanien und Italien. So beträgt der Anteil der Tourismusbranche an der Gesamtwirtschaft nach Berechnungen der Weltbank in Italien rund 13% und in Spanien sogar 15%. In Deutschland werden hingegen nur 8,6% des Bruttoinlandsprodukts durch den Tourismus generiert.

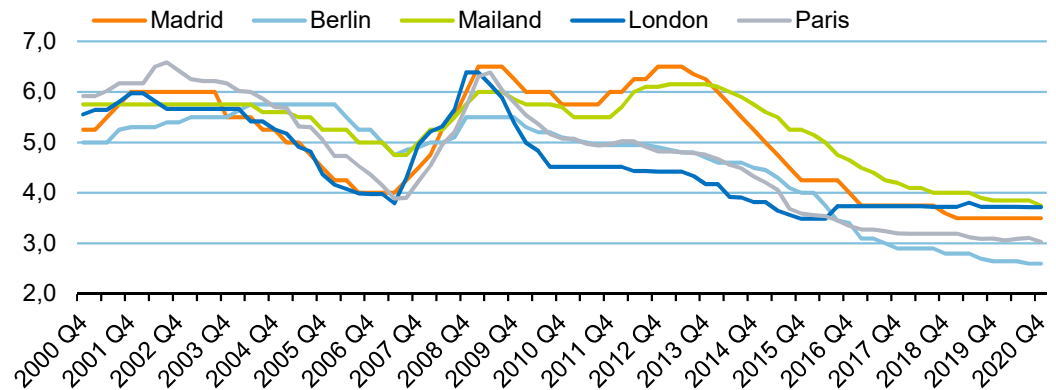
- Corona-Krise belastet auch den europäischen Gewerbeimmobilienmarkt

Dem starken wirtschaftlichen Einbruch in Verbindung mit der anhaltend hohen Unsicherheit über die Dauer der Corona-Pandemie und deren langfristige Folgen kann sich auch der europäische Immobilienmarkt nicht entziehen. So sank das Transaktionsvolumen in europäische Gewerbeimmobilien laut RCA im Jahr 2020 um 27% auf rund 255 Mrd. Euro. Während in Lockdown-Zeiten in vielen europäischen Ländern Transaktionen unter anderem durch das Verbot von Besichtigungen zeitweise nicht möglich waren, ist das, über das Gesamtjahr rückläufige Transaktionsvolumen vor allem ein Indiz für die Unsicherheit über die Festsetzung eines nachhaltigen Marktpreises bei Eigentümern und Kaufinteressenten.

Nichtsdestotrotz bleiben Immobilien aus Investmentsicht aufgrund des nun auf weitere Jahre zementierten globalen Niedrigzinsniveaus und der weiterhin negativen Benchmark-Staatsanleiherenditen alternativlos. Nach dem anfänglichen Schock der Krise und einer erhöhten Zurückhaltung setzte in der zweiten Jahreshälfte 2020 bei den Investoren ein zunehmendes Ansteuern von „sicheren Häfen“ ein. Dabei zeigt sich eine grundsätzliche Fokussierung auf Core-Büroobjekte in zentraler Lage der europäischen Metropolen. Während generell eine erhöhte Unsicherheit bei Büroimmobilien aufgrund der kontrovers diskutierten Auswirkungen des Trends zum mobilen Arbeiten auf die zukünftige Flächennachfrage herrscht, zeigen sich die Bürorenditen in Core-Lagen der europäischen Metropolen bisher weiterhin stabil.

### Stabile Spitzenrenditen in europäischen Metropolen

Spitzenrenditen (Market Yields), in %



Quelle: PMA, BayernLB Research

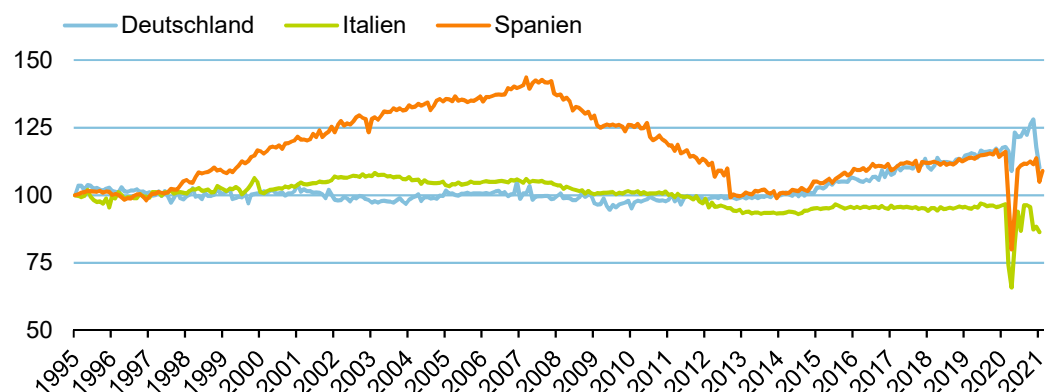
In Deutschland und Frankreich stehen zudem auch Immobilieninvestments außerhalb der Top-Lagen hoch im Kurs. Bei besonders von der Krise betroffenen Asset-Klassen wie Hotel und dem stationären Nicht-Lebensmitteleinzelhandel in den Bereichen Bekleidung/Schuhe, bei Waren- und Kaufhäusern sowie bei Shoppingcentern sind die Investoren dagegen in allen Ländern zunehmend restriktiv.

► Der stationäre Einzelhandel in Europa leidet besonders unter den monatelangen Lockdowns

Besonders der stationäre Einzelhandel in den europäischen Ländern leidet dabei unter den monatelangen Geschäftsschließungen. Erschwerend kommt hinzu, dass auch die gesamten Einzelhandelsumsätze zunehmend unter Druck geraten. Zwar stieg der Einzelhandelsumsatz beispielsweise in Deutschland im Jahr 2020 laut HDE sogar um 3,9% im Vergleich zum Vorjahr. Allerdings profitierten hiervon vor allem der Online- und der Lebensmitteleinzelhandel. Durch die Wiedereinführung des regulären Umsatzsteuersatzes und der weiterhin negativen Konsumstimmung verzeichnet seit Anfang 2021 nun auch der deutsche Einzelhandel als Ganzes sinkende Umsätze. Die eingetrübte Kauflaune trifft wiederum den stationären Handel verstärkt, da dieser verglichen mit dem Online- und Lebensmitteleinzelhandel einen höheren Anteil an Impulskäufen und ein meist höheres Preisniveau aufweist.

### Europäische Einzelhandelsumsätze geben zunehmend nach

Einzelhandelsumsätze, Index (100 = Jan. 1995), monatlich bis Februar 2021



Quelle: FRED, BayernLB Research

Die Situation im Einzelhandel in Italien und Spanien stellt sich im Vergleich zu Deutschland zudem deutlich angespannter dar. Nach dem synchronen Einbruch der Umsätze im Frühjahr 2020 konnten – im Unterschied zu Deutschland – die alten Umsatzniveaus im Einzelhandel weder in Spanien noch in Italien wieder erreicht werden. Die langen, harten Lockdowns in den beiden südeuropäischen Ländern, welche mit Geschäftsschließungen im

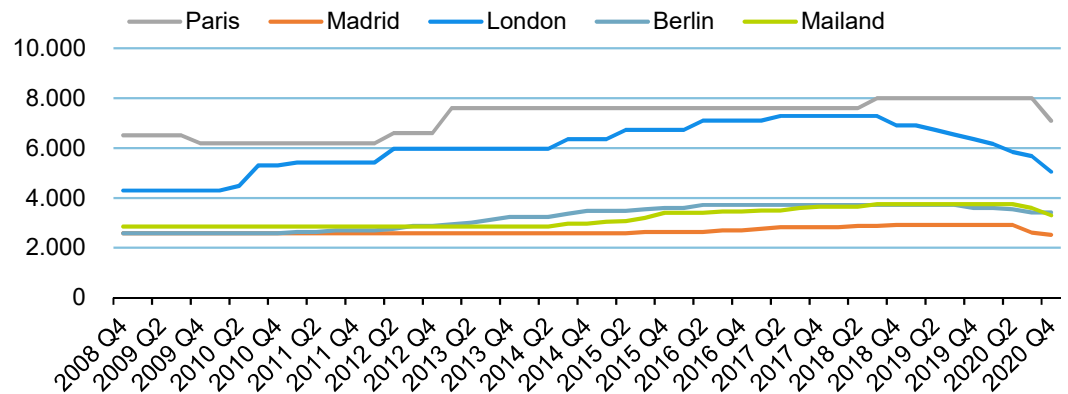
stationären Einzelhandel einhergehen, und die Folgen des enormen wirtschaftlichen Abschwungs in Verbindung mit einer deutlich gestiegenen Arbeitslosenquote lassen die Einzelhandelsumsätze im neuen Jahr nun auf bereits niedrigem Niveau weiter sinken.

- Die Umsatzeinbußen führen bereits zu deutlich sinkenden Einzelhandelsmieten und fallenden Preisen

Dementsprechend geben auch die Einzelhandelsmieten in den Top-Lagen der europäischen Metropolen zunehmend nach. Während die Spitzenmiete laut PMA in Berlin in Q4 2020 um rund 5% im Vergleich zu Q4 2019 sank, ist der Rückgang in Madrid und Mailand mit 13,5% bzw. 12% deutlich ausgeprägter.

Umsatzeinbrüche führen zu sinkenden Mieten im stationären Einzelhandel

Spitzenmiete Top-Einzelhandelslagen, in € pro m<sup>2</sup> pro Jahr



Quelle: PMA, BayernLB Research

In der Folge ziehen auch die Renditen an. So wurden Einzelhandelsimmobilien am Corso Vittorio Emanuele II in Mailand zum Jahresende zu einer Spitzenrendite von 3,3% gehandelt (+30 Basispunkte zu Q4 2019). An der Calle de Preciados – der teuersten Einkaufsmeile Madrids – fiel der Renditeanstieg mit 20 Basispunkten auf nun 3,5% im selben Zeitraum dagegen bisher weniger stark aus.

Während der synchrone weltweite Schock der Corona-Pandemie in den europäischen Ländern zu – in der Wirkrichtung – vergleichbaren Folgen an den Immobilienmärkten führte, bestehen aufgrund der unterschiedlichen Wirtschaftsstruktur in den einzelnen europäischen Ländern erhebliche Unterschiede im Ausmaß der Verwerfungen. So führte die Corona-Krise in Deutschland zu einem Abflachen der Preisentwicklung am gesamten Gewerbeimmobilienmarkt. Dieser verzeichnete in Q4 2020 laut vdp nur mehr einen Preisanstieg um 0,6% im Vergleich zum Vorjahresquartal. Dagegen stiegen die Wohnimmobilienpreise hierzulande überraschend stark an. Daher lohnt auch ein detaillierter Blick auf die Auswirkungen der Krise auf die Immobilienmärkte in Italien und Spanien, welche bereits vor der Krise mit strukturellen Problemen konfrontiert waren.

### Italien – Dauerhafte Stagnation am Wohnimmobilienmarkt

Besonders der wirtschaftlich starke Norden wurde im Frühjahr 2020 vom Ausbruch der Corona-Pandemie hart getroffen. Im Unterschied zu Deutschland beinhaltete der folgende landesweite harte Lockdown auch die Stilllegung von Baustellen und die Schließung von Produktionsbetrieben. Durch den eingeschränkten Finanzspielraum fielen auch die staatlichen Konjunkturpakete verglichen mit den führenden europäischen Industriestaaten deutlich kleiner aus. Diese Umstände spielen eine wichtige Rolle bei der Erklärung des besonders starken Rückgangs der Wirtschaftsleistung Italiens, welcher auch seinen Schatten auf den heimischen Immobilienmarkt wirft.

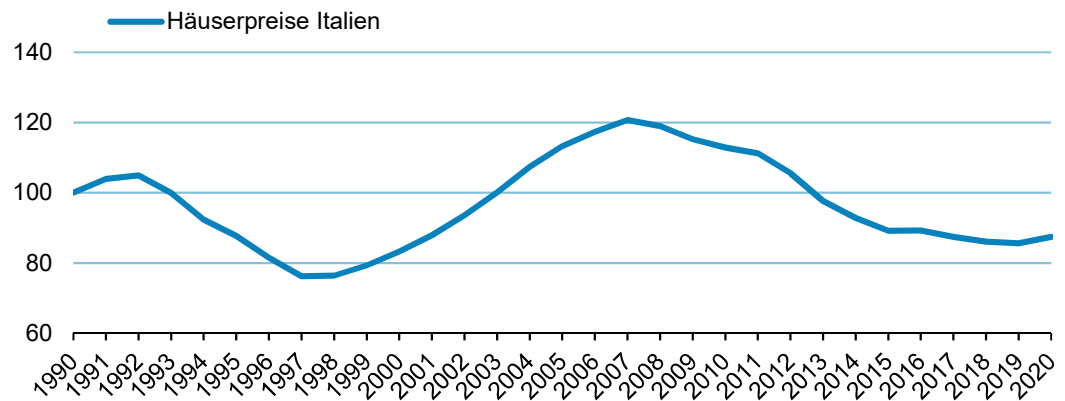
- ▶ Keine Trendumkehr trotz temporär steigender Wohnimmobilienpreise

Der italienische Wohnimmobilienmarkt präsentiert sich dennoch – nach Jahren der Krise – zuletzt wieder in leicht verbesserter Verfassung. Während die Rezession von 2012 bis 2015 noch zu erheblichen Preisabschlägen bei Wohnimmobilien führte, gaben die Preise bis Ende 2019 nur mehr leicht nach. Das günstige Kaufniveau und die niedrigen Hypothekenzinsen sorgten dabei für eine erhöhte Nachfrage. Die Erfahrungen der Corona-Krise scheinen zudem auch in Italien eine veränderte Einschätzung der Wertigkeit der eigenen vier Wände ausgelöst zu haben. Die daraus resultierende erhöhte Nachfrage führte 2020 sogar zu einer Steigerung der landesweiten Häuserpreise um rund 2,2% im Vergleich zu 2019. Dies war der erste Preisanstieg seit 2007.

Des Weiteren ergibt sich durch die wochenlangen Schließungen der Baustellen eine temporäre Angebotsverknappung an Wohnraum, welche das Preisniveau zusätzlich stabilisiert. So wird für das Jahr 2020 laut Euroconstruct nur mit der Fertigstellung von 78.600 Wohnungen in Italien gerechnet. Ein Rückgang von über 10% im Vergleich zu 2019. Allerdings verhinderten der konjunkturelle Einbruch und die hohe Arbeitslosigkeit von 10,2% im Februar 2021 eine noch deutlichere Steigerung der Nachfrage, welche z.B. in Deutschland laut vdp zu einem weitaus dynamischeren landesweiten Preisanstieg bei Wohnimmobilien von 6,8% im selben Zeitraum führte.

#### Italienische Häuserpreise stagnieren seit Jahren

Hauspreisindex, Index (1990 = 100)



Quelle: OECD, Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Landesweit sinkende Nachfrage nach Gewerbeimmobilien mit Ausnahme von Core-Büroobjekten in Mailand

Bei Büroimmobilien in Mailand – dem bedeutendsten Gewerbeimmobilienmarkt des Landes – lag die Spitzenrendite laut PMA auch in Q4 2020 bei niedrigen 3,75%, bei einer auf hohem Niveau konstanten Spitzenmiete von 600 €/m<sup>2</sup> im Jahr. Während sich der Core-Büroimmobilienmarkt weiterhin einer stabilen Nachfrage erfreut, ist der gesamte italienische Gewerbeimmobilienmarkt von der hohen Unsicherheit der Investoren stärker betroffen. So lag das gewerbliche Transaktionsvolumen im Jahr 2020 in Italien laut RCA mit nur knapp 8,5 Mrd. Euro um 35% unter dem Vorjahreszeitraum.

- ▶ Trotz verbesserter Wirtschaftslage, bleibt die Phase der Stagnation am Immobilienmarkt auch 2021 bestehen

Die weitere Entwicklung des italienischen Immobilienmarktes hängt von der Stärke der wirtschaftlichen Erholung ab, welche wiederum von der Aufhebung der Corona-Maßnahmen maßgeblich bestimmt wird. Aktuell haben rund 22% der Italiener mindestens die Erstimpfung gegen das Corona-Virus erhalten (Stand: 28.04.2021). Die sinkenden Neuinfektionszahlen und vor allem der deutliche Rückgang der Todeszahlen lassen den weitreichenden Öffnungsfahrplan der Regierung bis zum 31. Juli realistisch erscheinen. Während der stationäre Einzelhandel seine Tore wieder öffnen durfte, folgt Ende April die Öffnung der Außengastronomie. Unter Berücksichtigung dieser positiven Umstände und der gleichzeitigen Würdigung der strukturellen Defizite wird in den Jahren 2021 und 2022 mit einer Steigerung der Wirtschaftsleistung Italiens laut BayernLB Research von 3,8% bzw. 4,0% gerechnet. Eine vollständige Erholung der Wirtschaft wird daher mittelfristig nicht erreicht. In

Anbetracht der eingetrübten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ist mit einem weiteren Anstieg der Wohnimmobilienpreise in Italien nicht zu rechnen. Vielmehr hält die Stagnation an. Am Gewerbeimmobilienmarkt muss hingegen durch das nachlassende Interesse der Investoren und den enormen Herausforderungen in den Asset-Klassen Hotel und Einzelhandelsimmobilien mit leicht sinkenden Preisen gerechnet werden.

### Spanien – Corona beendet die jahrelange Erholung am Immobilienmarkt

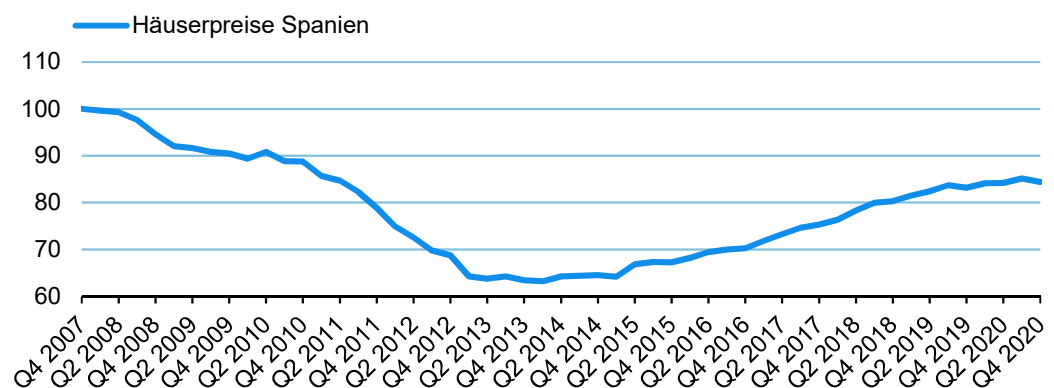
- Überwiegend stabiles Preisniveau bei Wohnen; Hohe Abwärtsrisiken durch beispiellosen Wirtschaftseinbruch

Die Wirtschaft leidet aufgrund der hohen Abhängigkeit vom ausländischen Tourismus besonders unter den globalen Reisebeschränkungen. Zudem ist die spanische Regierung – aufgrund der vielen Todesfälle in den ersten beiden Infektionswellen – trotz nun sinkender Zahlen zurückhaltender bei der Aufhebung der Corona-Maßnahmen. Zur Verbesserung der Lage trägt maßgeblich die Erst-Impfquote von derzeit 24,1% bei (Stand: 27.04.2021). Trotz dieser Aufhellung des Lagebildes bleiben die Abwärtsrisiken für die Wirtschaft weiter hoch. Besonders die hohe Arbeitslosenquote von 16,1% im Februar 2021, welche auch strukturell bedingt ist, bereitet Sorgen.

Der Wirtschaftseinbruch im Jahr 2020 hat den spanischen Wohnimmobilienmarkt bisher noch nicht nachhaltig in Mitleidenschaft gezogen. Zwar sank durch die Reisebeschränkungen die Auslandsnachfrage nach Ferienimmobilien im Jahr 2020 laut idealista um rund 4%. Allerdings erfreuen sich die Küstenregionen Spaniens und die Balearen im Jahr 2021 bereits wieder einer erhöhten Nachfrage ausländischer Käufer. Am landesweiten Häusermarkt zeigen sich zudem bisher stabile Preisniveaus. Dies gilt auch für hochpreisige Neubauwohnungen in der Hauptstadt Madrid. Allerdings wurde der Mitte 2019 einsetzende deutliche Aufwärtstrend bei der Preisentwicklung durch Corona nun nachhaltig gestoppt. Seit dem Platzen der Immobilienblase im Jahr 2007 und dem folgenden Einbruch der landesweiten Immobilienpreise um rund ein Drittel, konnte der Häusermarkt bis heute die alten Niveaus nicht mehr erreichen.

#### Spanische Häuserpreise bisher weitgehend stabil

Hauspreisindex, Index (Q4 2007 = 100)



Quelle: INE, Refinitiv, BayernLB Research

Auf der anderen Seite ist aufgrund des niedrigen Preisniveaus und des knapperen Angebots mit einem weiteren Einbruch der Preise ebenfalls nicht zu rechnen. So konnte auch in Spanien, analog zur Situation in Italien, in den Lockdown-Monaten nicht auf den Baustellen gearbeitet werden. Daher wird für 2020 laut Euroconstruct ein Rückgang der Fertigstellungen um rund 5% auf 75.000 Wohnungen erwartet.

- Core-Büroobjekte in den Metropolen bisher stabil

Am Büroimmobilienmarkt zeigt sich weiterhin eine stabile Entwicklung. Hier stützen besonders in den Metropolen Barcelona und Madrid das knappe Flächenangebot und die hohe Nachfrage nach Büroflächen Mieten und Preise. Die Büro-Spitzenrendite in Madrid lag laut

PMA auch in Q4 2020 unverändert bei 3,5%. Die jährliche Spitzenmiete war mit 402 €/m<sup>2</sup> in Madrid und 306 €/m<sup>2</sup> in Barcelona bis Ende letzten Jahres nur leicht eingetrübt.

Während sich der beispiellose konjunkturelle Abschwung bisher noch nicht am Wohn- und Büroimmobilienmarkt widerspiegelt, sind viele Investoren dennoch vorsichtig mit einem Investment auf der iberischen Halbinsel. So sank das gewerbliche Transaktionsvolumen im Jahr 2020 nach RCA-Daten bereits um 52% auf rund 10 Mrd. Euro im Vergleich zu 2019.

Die wirtschaftlichen Vorzeichen für die weitere Entwicklung des spanischen Immobilienmarktes bleiben eingetrübt. Zwar wird laut BayernLB Research im Jahr 2021 und 2022 mit einem Wachstum der Wirtschaftsleistung um 5,1% bzw. 5,3% gerechnet. Dennoch bleibt Spanien damit bis auf Weiteres hinter dem Vorkrisenniveau zurück. Zudem beinhaltet die Prognose – analog zu Italien – die Durchführung einer überwiegend störungsfreien Urlaubssaison. Damit bleibt der Stillstand am spanischen Wohnimmobilienmarkt auch in den kommenden zwei Jahren bestehen. Bei den Gewerbeimmobilien muss zudem mit leicht sinkenden Preisen gerechnet werden.

### Fazit – „Sichere Häfen“ bevorzugt

- ▶ Hohe Unsicherheit am mediterranen Immobilienmarkt

Der Einbruch der Weltwirtschaft im Jahr 2020 macht auch vor den europäischen Immobilienmärkten nicht Halt. Während die Wohnimmobilienmärkte in den führenden Industriestaaten wie Deutschland und Großbritannien sogar deutlich steigende Preise verzeichnen konnten, befinden sich die wirtschaftlich am stärksten von der Krise betroffenen südeuropäischen Länder Spanien und Italien in einer Phase der nachhaltigen Stagnation am Immobilienmarkt. Allerdings schützt das in beiden Ländern bereits deutlich geringere Preisniveau der letzten Jahre vor stärkeren Preiseinbrüchen. Bei den konjunktursensitiveren Gewerbeimmobilien drohen dagegen leichte Preisabschläge in den folgenden Jahren.

Die Entwicklung des Transaktionsvolumens am Investmentmarkt zeigt, dass sich institutionelle Investoren aufgrund einer höheren Risikoaversion derzeit auf Core-Immobilien in zentraler Lage in den europäischen Metropolen fokussieren. Während davon auch die spanischen und italienischen Hauptstädte profitieren können, sehen sich die beiden südeuropäischen Länder landesweit mit einem stark nachlassenden Interesse professioneller Investoren konfrontiert.

Sebastian Schnejdjar

## Disclaimer/Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 29.04.2021. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



**Dr. Sebastian Schnejder**  
Senior Immobilienanalyst

Telefon: +49 89 2171-26386  
sebastian.schnejder@bayernlb.de

**Redaktion:**

Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
research@bayernlb.de